

岐路にあるアベノミクス効果

2015年10月2日

9月に入り、公表される経済指標が必ずしも芳しくない。

9月7日の景気動向指数(CI)速報の8月の先行指数はマイナス1.6ポイントと5か月振りに下降(3か月移動平均でも0.17ポイント低下)、一致指標も前月比0.1ポイント低下(3か月移動平均でも0.44ポイント低下)となり、内閣府は一致指数は足踏み状態との判断を示した。

9月8日の四半期別GDP速報(2015年、4-6月期、2次速報)では、実質GDPが前期比マイナス0.3%、年率マイナス1.2%に低迷していることが一次速報を確認する形で改めて示された。

9月9日の消費動向調査でも、消費者態度指数が7月の40.3から8月は1.4ポイント上昇して41.7となり、2か月振りに前月比で改善したものの、内閣府の評価は「足踏みがみられる」と慎重である。

9月10日の機械受注統計(船舶・電力を除く民需)は、前月比で7月マイナス7.9%の後、8月もマイナス3.6%(8066億円)と弱含みである。

これらを受けて、9月25日に公表された9月の月例経済報告で、政府は、国内景気の基調判断を「このところ一部に鈍い動きもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」と総括し、従来は一時的な減少とみていた個人消費などの戻りの鈍さを景気判断に織り込み、昨年10月以来、11か月ぶりに表現を下方修正した。なお、前月は「このところ改善テンポにばらつきもみられているが、緩やかな回復基調が続いている」としていた。

このような状況は、アベノミクスによる好循環という旗印が果して大丈夫なのか気になる局面に入ってきたことを感じさせる。

2015年1-3月期の実質GDPは原油価格の低下による消費者物価(以下「CPI」という。)の低下が実質所得の増加をもたらし、年率換算のGDPは4.5%増であった。しかし4-6月期の実質GDPは春闘による名目雇用者賃金の上昇にも関わらず、CPIが原油価格の持ち直しや円安の進行によりプラスに転じたため、実質の雇用者所得がマイナスになり、これが実質消費の低下を通じて実質GDPの伸び率を引き下げたと考えられる。

ここでの基本的な因果関係は、CPIの動向が特に、実質消費を通じて実質GDPの動向を決めているということである。

一方日本銀行が行っている金融政策の論理は、おそらくこれとは相いれないものである。すなわち日本銀行は異次元の金融緩和政策により、人々の期待インフレ率を高めれば、人々の消費行動が活発化し、実質消費もプラスに転じるというものである。確かに金融緩和政策は円安を促進し、企業収益の増加に寄与するとともに、株価を高めてその資産効果により富裕層の消費を増加させたことは否定できない事実である。しかしその恩恵がいわゆるトリクルダウン方式で広く庶民にまで均霑するという好循環がもたらされたかといえば、答えは今のところ「ノー」であろう。物価上昇は雇用者の所得分配にマイナスの影響をもたらし、これが国民の消費性向の低下や実質消費のマイナスとなって表れているからである。

そうだとすると日銀の金融政策の目標である 2%の物価上昇目標はデフレ脱却につながっていないということであり、アベノミクスがこの論理をこのまま維持してよいのかが問われる局面に差し掛かかっていると言えよう。

こうした中、昨年 12 月にムーディーズ・インベスターズ・サービス、今年 4 月にフィッチ・レーティングスが日本国債の格下げを実施したが、9 月 16 日、今度は、スタンダード・アンド・プアーズ (S & P) が日本国債の格付を「ダブルAマイナス」から「シングルAプラス」に引き下げ、大手格付 3 社が、ここ 1 年以内に、そろって格下げに踏み切ったことになる。日本経済新聞の報道によれば、S & P では今回の格下げの理由として「日本経済が期待した速さで回復せず、所得も十分上がっていないこと」を上げているが、一方で「アベノミクスが成功しないと判断するのは尚早だ」とも指摘した。日本国債の投資適格性に黄色信号点滅の恐れが出始めたものとして留意が必要である。

もう一点、アベノミクスを支えてきた円安と株価の動向が岐路に立っていることを認識する必要がある。現在国内株の取引の主力が海外投資家であり、彼らは当然為替レートの動きを考慮して行動するので、両者は相互に関連がある。為替レートの比較的短期の動きは主に内外金利差によって決まるとというのが最近の通説になっており、これによれば、これまでの円安トレンドは、2014 年 10 月に QE3 を終了し、テイパリング段階に入った米国が、早ければ、この 9 月にも年利 FF レートの 0.25%程度の利上げに踏み切り、日米金利差がさらに拡大することを織り込んだ動きであったと解釈できる。こうした中で、中国市場への不安から、今回安全資産である円が買われ、これが円高要因として作用したと言われている。

ところで、先の G20 において、直接的に名指しは避けたとされるが、米国が秋にも予定している利上げについて、これを慎重に行うよう共同声明において米国にくぎが刺されたと報道されている。米国にしてみれば、物価、雇用、成長率いずれを見ても、国内的には、金利機能の活用による金融の正常化を目指すことは至上命題であり、これを遅らせる理由はないが、新興国経済や中国経済に資金の米国回帰をつうじた悪影響が及ぶとすれば、これを考慮せざるを得ない面があることもある意味で当然であろう。

もし、そうだとすると、これまで米国の金利が引き上げられることを織り込んで形成されてきたグローバル資金の流れは、米国金利の引き上げが不確実であるという予想を反映した動きに変わることになり、今生じつつある円高はこれまでの日米金利差の拡大予想を修正する動きであるとも解釈できよう。

今回の株価の乱高下、為替レートの変動が、中国経済の乱調に端を発していると一般に報道されているが、そのことと合わせて、その底流には、米国の利上げ時期を巡る思惑の交錯があると考えらるべきであろう。そして、人により、立場により、利上げの時期・利上げ幅に予測の差異があるので、為替レート、株価の当面の先行きは全く不透明であるが、やや長い目で見れば、バブルの芽を持つ米国の異次元金融緩和が早晚更なる収束に向けて動き出すことは確実であり、その調整局面が新興国経済のみならず、先進国経済にも訪れることは覚悟をしておくべきことであろう

こうした中、OECD (経済協力開発機構) は、9 月 16 日、2015 年と 2016 年の世界経済の実質 GDP 成長率見通しをそれぞれ、3.1%→3.0%、3.8%→3.6%へと下方修正した。また、米連邦準備理事会 (FRB) の利上げについては「米経済の強固な成長や資産価格の歪みへの懸念を考慮すれば、近く利上げをする必要がある」、「(強い物価上昇圧力がないことを考えれば) 利上げはゆっくりとしたペースでなければならぬ」と指摘した。

これを受けて 9 月 17 日に開かれた米連邦準備理事会（F R B）は、中国など新興国経済を取り巻く不確実性が高まっていること、ドル高・原油安が物価に与える影響の見極めに時間が必要なことを理由に利上げを先送りするとともに、年内利上げ方針は堅持し、早ければ 10 月下旬の次回会合での利上げを排除しない姿勢を明確にした。

（荒井 俊行）